

Vorträge, Reden und Berichte aus dem Europa-Institut / Nr. 158

herausgegeben

**von Professor Dr. Dr. Georg RESS
und Professor Dr. Michael R. WILL**

Professor Dr. Theodor HEINSIUS

Rechtsanwalt

Chefsyndikus der Dresdner Bank AG, Frankfurt a.M.

TERMIN- UND DIFFERENZEINWAND

**– Zum rechtlichen Strukturrahmen für Kurssicherungs-
und Spekulationsgeschäfte in Deutschland –**

**Vortrag vor dem Saarbrücker Rechtsforum e.V.
in Verbindung mit dem Europa-Institut
der Universität des Saarlandes
am 7. Dezember 1988 in Saarbrücken**

1989 © Europa-Institut der
Universität des Saarlandes

Nicht im Buchhandel erhältlich

Abgabe gegen eine Schutzgebühr
von 10,— DM

Termin- und Differenzeinwand

- Zum rechtlichen Strukturrahmen für Kurs- sicherungs- und Spekulationsgeschäfte in Deutschland -

A. Einleitung

Die in den §§ 50-70 BörsG enthaltene Regelung über den Termin- und Differenzeinwand ist eine spröde Materie, die dem Juristen nur unter Schwierigkeiten und Mühen zugänglich ist, dem Laien aber ganz und gar unverständlich erscheinen muß. Die Unübersichtlichkeit dieses Rechtsgebiets hat schon geradezu Tradition. So stellte Alexander¹ bereits im Jahre 1933 fest, daß jede Abhandlung über den Differenzeinwand denselben Titel tragen könne, wie das im Jahre 1688 erschienene erste Buch über die Börse: "Confusion de Confusiones". Heute verurteilen Börsianer und Wertpapierfachleute die Regelung als antiquiert, unpraktikabel und als den modernen Verhältnissen in keiner Weise mehr gerecht werdend.

Das alles ist bedauerlich und bedenklich zugleich. Zeigt doch eine Fülle von gerichtlichen Entscheidungen, daß die §§ 50-70 BörsG keineswegs totes Recht darstellen, sondern ganz im Gegenteil von erheblichem praktischen Belang sind.

Die Bedeutung dieses Rechtsgebietes wird jetzt noch dadurch unterstrichen, daß die Deutsche Terminbörse im Januar 1990 ihre Pforten öffnen soll. Über den Erfolg dieser neuen Terminbörse wird nicht zuletzt der rechtliche Strukturrahmen für Kurssicherungs- und Spekulationsgeschäfte entscheiden. In diesem Zusammenhang kommt es insbesondere darauf an, daß

1. Alexander, ZHR 98 (1933), 321 f.

der Gesetzgeber eine sachgerechte Regelung für die Verbindlichkeit von Börsentermingeschäften trifft.

Das Bundeskabinett hat inzwischen den vom Bundesfinanzministerium vorgelegten Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Börsengesetzes gebilligt. Im Mittelpunkt dieses Gesetzentwurfs², der jetzt dem Bundesrat vorliegt, steht das sogenannte "Informationsmodell".

Im folgenden geht es darum, dieses Informationsmodell vorzustellen und zu diskutieren. Das Modell wird jedoch nur verständlich, wenn man sich zuvor den derzeitigen rechtlichen Strukturrahmen für Kurssicherungs- und Spekulationsgeschäfte vergegenwärtigt.

B. Darstellung der heutigen Rechtslage

I. Rechtsquellen

Das Recht des Börsenterminhandels richtet sich in erster Linie nach den §§ 50-70 des Börsengesetzes vom 27. Mai 1908. Börsentermingeschäfte mit Nichtvollkaufleuten unterliegen dem Termineinwand und begründen keine einklagbare Forderung.

Daneben gilt der Differenzeinwand nach den §§ 764, 762 BGB. Forderungen aus Spiel- und Wettgeschäften oder allein in Differenzerzielungsabsicht geschlossenen Geschäfte sind nicht einklagbar.

2. Gesetzentwurf der Bundesregierung: BR-Drucksache 40/89 v. 27.1.1989, abgedruckt in ZIP 1989, 266

II. Begriff des Börsentermingeschäfts

Ausgangspunkt ist der zentrale Begriff des Börsentermingeschäfts. Das aus dem Jahre 1897 stammende Börsengesetz enthielt noch eine Legaldefinition des Börsentermingeschäfts und sah vor, daß die an dem Börsentermingeschäft Beteiligten sich in einem Börsenregister eintragen ließen. Börsentermingeschäfte mit diesem Personenkreis waren dann voll einklagbar.

Zweck dieser Regelung war es, im Interesse der Rechtssicherheit eindeutig festzulegen, wann Ansprüche aus Börsentermingeschäften einklagbar waren oder nicht. Darüber hinaus wollte man den Kreis der Teilnehmer an Börsentermingeschäften auf Wohlhabende beschränken. Beide Zielsetzungen wurden jedoch nicht erreicht, denn das Börsenregister wurde als Spielerregister angesehen. Seriöse Marktteilnehmer ließen sich in der Regel nicht eintragen. Börsentermingeschäfte wurden daher in der Praxis auch mit nicht im Register Eingetragenen abgeschlossen.

Zudem führte jede geringfügige Abweichung der Vertragsgestaltung von den Geschäftsbedingungen dazu, daß das Vorliegen eines Börsengeschäfts im Rechtssinne verneint werden mußte. Wegen des Spiel- und Wetteinwandes konnte man dann selbst bei Eintragung der Teilnehmer im Börsenregister nicht sicher von einem einklagbaren Geschäft ausgehen.

Die Gerichte setzten sich deshalb schon bald über die Legaldefinition hinweg. Aus diesem Grunde verzichtete der Gesetzgeber in der Börsengesetznovelle aus dem Jahre 1908 auf die erneute Aufnahme einer Legaldefinition in das Gesetz. Als

Zwischenergebnis ist deshalb festzustellen, daß es keinen gesetzlich eindeutig definierten Rechtsbegriff des Börsentermingeschäfts gibt.

Gleichwohl haben sich in Literatur³ und Rechtsprechung⁴ drei charakteristische Merkmale herauskristallisiert:

- Erstens ist danach zu fordern, daß ein Vertrag über Wertpapiere, vertretbare Waren oder Devisen nach gleichartigen Bedingungen abgeschlossen wurde. Dies bedeutet, daß eine gewisse Standardisierung gewährleistet sein muß.
- Zweitens dürfen die beiderseitigen Verpflichtungen dieses Vertrages erst zu einem Zeitpunkt oder in einem Zeitraum nach dem Tag des Geschäftsabschlusses fällig werden. Das Börsentermingeschäft ist demnach durch eine Lieferzeit- oder Lieferfristvereinbarung gekennzeichnet.

3. Vgl. Nußbaum, Kommentar zum BörsG, 1910, Vorbem. zu § 50, Abs. 48-61; Schwark, BörsG, 1976, Einl. §§ 50-70, Rn. 1-6; Kümpel/Häuser, Börsentermingeschäfte, Termin- und Differenzeinwand, 1986, S. 28 ff.; Schwintowski, ZIP 1988, 1021 (1023 li. Sp.); von Arnim, JZ 1982, 843 (847 li. Sp.)

4. Vgl. nur RGZ 47, 104 (112) und BGHZ 92, 317 (320)

Als Gegenleistung für diese Verpflichtung vereinnahmt der Verkäufer die Optionsprämie.

Die praktische Abwicklung des Optionsgeschäfts zerfällt in zwei Phasen. Es ist zwischen der Begründung des Optionsrechts gegen Zahlung einer Prämie und der nachfolgenden Ausübung des Optionsrechts, aufgrund derer das Wertpapiergeschäft zustandekommt, zu differenzieren. In Anbetracht dieser Zweigliedrigkeit des Optionsgeschäfts liegt es nahe, von zwei rechtlich selbständigen Kaufverträgen auszugehen. Da diese Kaufverträge sofort erfüllt werden, ist der Kaufvertrag über das Optionsrecht im Grunde kein Termingeschäft⁵.

Der Bundesgerichtshof ist dieser Argumentation nicht gefolgt. Er hat vielmehr in seinem grundlegenden Urteil vom 22.10.1984⁶ erklärt, daß das börsenmäßige Optionsgeschäft über Aktien sämtliche Kriterien eines Börsentermingeschäfts erfülle. Zur Begründung hat der Bundesgerichtshof im wesentlichen ausgeführt, daß das Optionsgeschäft die für Börsentermingeschäfte typische Ausnutzung von Kursschwankungen zur Gewinnerzielung bezwecke und ermögliche. Die Praxis hatte bis dahin Optionsgeschäfte von der Käuferseite als Kassageschäfte angesehen. Die Folge dieses Urteils ist eine erhebliche Beeinträchtigung des an den deutschen Wertpapierbörsen amtlich zugelassenen Optionsgeschäfts.

5. Vgl. Kümpel, WM 1982, Sonderbeilage Nr. 6, S. 17;
OLG Köln WM 1983, 1072

6. BGHZ 92, 317

Das Landgericht Würzburg⁷ ist in einem nicht rechtskräftigen Urteil jetzt sogar soweit gegangen, Geschäfte in Options-scheinen, das heißt, Geschäfte in Inhaberwertpapieren, die zum Bezug von Aktien berechtigen, als Börsentermingeschäfte zu qualifizieren. Es handelte sich dabei um Papiere, wie sie bei der Emission von Optionsanleihen gemäß §§ 221, 192 AktG und § 272 Abs. 2 HGB begeben werden, also nicht um sogenannte "naked warrants", das heißt von vornherein isolierte Optionsscheine auf Devisen oder Aktien eines Dritten.

Ganz unabhängig von der Frage, welche Bedeutung man dem Umstand beimessen muß, daß der Optionsschein ein eigenständiges, auf den Inhaber lautendes Wertpapier ist, würde damit der Termineinwand in das klassische Gesellschaftsrecht hinein ausgedehnt - ein Ergebnis, das der Gesetzgeber des Börsengesetzes sich sicherlich nicht hätte träumen lassen.

Sollte sich diese Auffassung durchsetzen, so hätte das weitreichende praktische Folgen, da davon sämtliche Options-scheine aus Optionsanleihen gemäß § 221 AktG und damit ein Milliardenvolumen betroffen wären. Es bleibt deshalb nur zu hoffen, daß das Oberlandesgericht Bamberg und der Bundesgerichtshof die Unterschiede zwischen Geschäften in Options-scheinen und Geschäften in unverbrieften Optionsrechten kritischer würdigen als das Landgericht Würzburg.

7. LG Würzburg WM 1988, 1409 = ZIP 1988, 1038; ebenso jetzt auch LG Hamburg ZIP 1989, 230 (nicht rechtskräftig)

III. Arten des Börsentermingeschäfts

Die Situation wird noch komplizierter, wenn man sich vor Augen hält, wie das Börsengesetz zwischen den verschiedenen Arten von Börsentermingeschäften unterscheidet. Sieht man einmal von der Aufgliederung in in- und ausländische Börsentermingeschäfte ab, so muß der Jurist in erster Linie zwischen verbotenen und erlaubten Börsentermingeschäften differenzieren.

Die verbotenen Börsentermingeschäfte sind in den §§ 63 und 65 BörsG geregelt. In diesen beiden Vorschriften werden im wesentlichen zwei Gruppen sogenannter verbotener inländischer Börsentermingeschäfte angesprochen:

- Erstens die hier nur der Vollständigkeit halber erwähnten Börsentermingeschäfte in Getreideerzeugnissen - § 65 BörsG -, die jedoch ausnahmsweise gemäß § 67 BörsG erlaubt sein können.
- Zweitens die eingeschränkt verbotenen Börsentermingeschäfte in am inländischen Markt gehandelten Aktien. Letztere sind nur statthaft, soweit sie durch eine Rechtsverordnung zugelassen sind. Dies ist derzeit bei den Aktien von 55 inländischen und 12 ausländischen Gesellschaften der Fall.

Zur Gruppe der erlaubten Börsentermingeschäften gehören in erster Linie die sog. offiziellen Börsentermingeschäfte, die auf der Grundlage amtlich festgesetzter Geschäftsbedingungen in zum Börsenterminhandel zugelassenen Wertpapieren abgeschlossen werden (§ 50 BörsG). Damit ist der im Jahre 1970 wiederaufgenommene und bereits angesprochene Optionshandel gemeint. Dieser Handel beschränkte sich zunächst auf Aktienoptionen.

Seit dem 1. April 1986 ist nun auch der Handel in Optionen auf festverzinsliche Wertpapiere offiziell zugelassen.

Der gesamte inländische Devisenterminhandel gehört im Grunde ebenfalls zum offiziellen Börsenterminhandel. Eine offizielle Zulassung findet zwar nicht statt und wäre auch nicht sinnvoll, weil der Devisenterminhandel im wesentlichen Interbankenhandel ist. Daher wurden die inländischen Devisentermingeschäfte durch Verordnung des Reichswirtschaftsministers vom 07.03.1925⁸ den im Inland zum amtlichen Börsenterminhandel zugelassenen Wertpapieren gleichgestellt.

Darüber hinaus sind auch die sog. inoffiziellen Börsentermingeschäfte erlaubt. Inoffizielle Börsentermingeschäfte sind alle Termingeschäfte, die zwar einerseits nicht verboten, andererseits aber auch nicht offiziell zugelassen sind. Hierzu zählen die vielfältigen Auslandsgeschäfte - man denke hier nur an die Londoner Warenterminoption.

IV. Verbindlichkeit von Börsentermingeschäften

Nach dieser Übersicht über die verschiedenen Formen verbotener und erlaubter Börsentermingeschäfte einige Worte zur Verbindlichkeit von Börsentermingeschäften:

- Verhältnismäßig einfach ist die Rechtslage bei den verbotenen Börsentermingeschäften. Diese begründen gemäß den §§ 64, 66 BörsG keine Verbindlichkeit. Gleichwohl kann das aufgrund des Geschäfts Geleistete grundsätzlich nicht zurückgefordert werden.

8. RGB1 I, S. 20

- Bei den erlaubten Börsentermingeschäften ist die Rechtslage erheblich komplizierter. Aus der Tatsache, daß ein Börsentermingeschäft erlaubt ist, kann nicht etwa schon gefolgert werden, daß dieses Geschäft auch verbindlich sei. Stattdessen ergibt sich aus dem Zusammenwirken der eingangs genannten Rechtsquellen ein System verschiedener Verbindlichkeitsgrade. Die Skala reicht von unbeschränkt verbindlichen Börsentermingeschäften über beschränkt verbindliche Geschäfte bis hin zu den unverbindlichen Börsentermingeschäften, bei denen lediglich Naturalobligationen entstehen.

Zunächst hängt die Verbindlichkeit erlaubter Börsentermingeschäfte wesentlich davon ab, ob die an dem Geschäft beteiligten Vertragspartner börsentermingeschäftsfähig sind. Soweit dies nicht der Fall ist, greift der sogenannte Termineinwand. Der Termineinwand muß jedoch nicht ausdrücklich erhoben werden. Vielmehr genügt es, diejenigen Tatsachen vorzutragen, aus denen sich die fehlende Termingeschäftsfähigkeit ergibt. Sodann ist der Termineinwand von Amts wegen zu beachten⁹.

Die Börsentermingeschäftsfähigkeit ist in § 53 BörsG geregelt. Diese Vorschrift unterscheidet drei Gruppen börsentermingeschäftsfähiger Personen. Dabei handelt es sich - schlagwortartig gesprochen - um

9. Vgl. Nußbaum, Kommentar zum BörsG, 1910, § 55 Anm. III

- im Handelsregister eingetragene Vollkaufleute,
- Börsenleute, d.h. Personen, die berufsmäßig Börsentermingeschäfte oder Bankiersgeschäfte betreiben oder betrieben haben und Börsenbesucher, die zum Handel dauernd zugelassen sind oder waren. In diese Personengruppe fällt z.B. auch ein Richter, der im Rahmen des Geschäftsbetriebs einer GmbH planmäßig über längere Zeit in erheblichem Umfang Devisentermingeschäfte in eigener Zuständigkeit betreibt¹⁰.
- Schließlich sind auch Personen termingeschäftsfähig, die zur Zeit des Geschäftsabschlusses keinen Wohnsitz im Inland haben ("Börsenausländer").

Diese börsentermingeschäftsfähigen Personen können grundsätzlich unbeschränkt erlaubte Börsentermingeschäfte verbindlich abschließen. Erlaubte Börsentermingeschäfte zwischen nicht termingeschäftsfähigen Vertragspartnern sind dagegen grundsätzlich unverbindlich.

Eine Zwischenstellung nehmen diejenigen Geschäfte ein, bei denen nur eine Vertragspartei börsentermingeschäftsfähig ist. In diesen Fällen kommt allenfalls eine eingeschränkte Verbindlichkeit gem. § 54 BörsG in Betracht.

Voraussetzung dafür ist zunächst, daß es sich um ein Termingeschäft in Wertpapieren oder Devisen handelt. Darüber hinaus

10. BGH WM 1988, 857

ist erforderlich, daß der nicht börsentermingeschäftsfähige Vertragspartner dem anderen Teil eine wirksame Sicherheit¹¹ geleistet hat.

Diese Sicherheit kann nur in Geld oder Wertpapieren, die einen Kurswert haben, bestellt werden. Handelt es sich um Wertpapiere, so müssen diese nach Gattung, Zahl oder Nennwert bezeichnet sein. Der nicht termingeschäftsfähige Vertragspartner soll also klar erkennen können, wie hoch sein Einsatz ist. Darüber hinaus muß die Sicherheit schriftlich bestellt werden. Dabei muß ausdrücklich erklärt werden, daß die Sicherheit zur Deckung von Verlusten aus Börsentermingeschäften dienen soll. Schließlich ist darauf zu achten, daß der Vertrag über die Sicherheitsleistung keine anderweitige Erklärung des Bestellers der Sicherheit enthält.

Das klingt in der Theorie ganz gut. Die Schwierigkeit liegt aber darin, daß in der Regel nicht nur Einzelgeschäfte vorliegen, sondern zumeist in einer Vielzahl von Geschäften Positionen geöffnet und wieder geschlossen werden und hierdurch jedes Mal Anpassungen der Sicherheitsleistung erforderlich werden. Sofern Wertpapiere als Sicherheit bestellt sind, erschwert die gattungsmäßige Kennzeichnung die Umschichtung solcher Papiere. Außerdem darf die Sicherheitsleistung - wie sich aus § 59 BörsG ergibt - nicht aus einem Kredit finanziert werden. Dies ist wiederum leicht gesagt bei einem Kreditüberangebot und Kundenbeziehungen, die kreditrisische Verhältnisse vielfach von vornherein einplanen.

Soweit die Voraussetzungen einer wirksamen Sicherheitsleistung erfüllt sind, ist das Geschäft beschränkt, d.h. aus-

11. Vgl. Kümpel/Häuser, Börsentermingeschäfte, Termin- und Differenzeinwand, 1986, S. 104 ff.

schließlich für den termingeschäftsfähigen Vertragspartner verbindlich. Der andere Teil muß lediglich dulden, daß sich sein Vertragspartner aus der von ihm gestellten Sicherheit befriedigt.

Die Verbindlichkeit von Börsentermingeschäften wird aber nicht nur durch den Termin-, sondern auch durch den Differenzeinwand gefährdet.

Der Differenzeinwand ist in den §§ 764, 762 BGB geregelt. Er ist ebenso wie der Termineinwand von Amts wegen zu beachten. Die sich auf die Unverbindlichkeit des Geschäfts berufende Partei muß den Differenzeinwand demnach nicht ausdrücklich erheben. Sie trägt lediglich die Behauptungs- und die Beweislast für die das Differenzgeschäft begründenden Merkmale¹².

Der Wortlaut des § 764 BGB gilt allgemein als mißlungen. Die Rechtsprechung hat sich deshalb inzwischen weitgehend davon gelöst. Der Bundesgerichtshof¹³ geht davon aus, daß ein Differenzgeschäft dann vorliegt, wenn der Vertrag erkennbar darauf abzielt, ohne jede Beziehung zum Güterumsatz allein aus den Schwankungen des Marktes einen Gewinn zu erzielen. Nach dieser abstrakten Formulierung kommt es für das Vorliegen eines Differenzgeschäftes letztlich nur noch auf zwei Kriterien an.

Dies sind

- die fehlende Beziehung zum Güterumsatz und

12. Vgl. Staudinger-Engel, BGB, 12. Aufl., 1986, § 764 Rn. 25

13. Vgl. nur BGH WM 1972, 178 li. Sp.

- die Absicht, allein aus den Schwankungen des Marktes einen Gewinn zu erzielen.

Falls diese Voraussetzungen erfüllt sind, ist der Vertrag grundsätzlich als Spiel anzusehen. Daraus folgt, daß Differenzgewinne und -verluste nicht eingeklagt werden können.

Wenn nach den bisherigen Ausführungen der Eindruck entstanden sein sollte, daß nahezu alle Börsentermingeschäfte durch den Differenzeinwand bedroht sind, so muß dieser Eindruck sogleich korrigiert werden. Es gibt nämlich drei wesentliche Ausnahmereiche:

Die erste Ausnahme sind die sogenannten Kurssicherungsge-
schäfte, auch Hedge-Geschäfte genannt. Diese Geschäfte sol-
len nach den üblicherweise in Literatur¹⁴ und Rechtspre-
chung¹⁵ wiedergegebenen Formulierungen dadurch gekennzeich-
net sein, daß sie in einer Beziehung zum Güterumsatz stehen
und nicht auf die Erzielung eines Spekulationsgewinns, son-
dern auf die Absicherung gegen Kursschwankungen gerichtet
sind.

14. Vgl. Staudinger-Engel, BGB, 12. Aufl., 1986, § 764 Rn. 18;
Soergel-Siebert-Häuser, BGB, 11. Aufl., 1985, § 764 Rn. 7;
Kümpel, WM 1987, 1321 (1326 f.)

15. Vgl. nur RGZ 146, 190 (193) und BGHZ 58, 1 (2)

Was soll man sich unter einer Kurssicherung vorstellen? Ist Kurssicherung wirklich sicher? - Keineswegs: Erinnerung sei an die aus dem Jahre 1986 stammenden Schlagzeilen zu den Kurssicherungsgeschäften einer bekannten Luftfahrtgesellschaft. Diese Gesellschaft soll durch Kurssicherungsgeschäfte angeblich 200 - 300 Millionen DM Einbußen erlitten haben.

Was war geschehen? Die Luftfahrtgesellschaft hatte Flugzeuge im Wert von rund 1/2 Milliarde Dollar bestellt. Der Dollarkurs lag damals bei ca. 3,20 bis 3,30 DM. Da die Gesellschaft ein weiteres Ansteigen des Dollarkurses befürchtete, glaubte man, sich durch ein Kurssicherungsgeschäft schützen zu müssen. Aus diesem Grunde wurden rund 250 Millionen Dollar zum Termin der Auslieferung der Flugzeuge gekauft. Der befürchtete Anstieg des Dollarkurses blieb jedoch aus. Stattdessen sank der Dollar bis auf ca. 2,35 DM im Februar 1986. Ohne die Devisenkurssicherung durch Termingeschäfte hätte man die Flugzeuge im nachhinein also erheblich billiger einkaufen können.

Dieses Beispiel zeigt zunächst, daß man anstelle von Kurssicherung durch beiderseitig verpflichtende Termingeschäfte eher von einer Kursgestaltung oder Kursfixierung sprechen sollte. In der Praxis ist es häufig so, daß nicht einfach ein gegenläufiges, deckungsgleiches Geschäft abgewickelt wird. Dies ist oft gar nicht möglich, wie etwa bei langfristigen Devisenterminen. Kurssicherung erfolgt daher über Gegendifferenzgeschäfte, von denen man einen Differenzgewinn erwartet, wenn das zu sichernde Wirtschaftsgut einen Preisverlust erleidet.

Im Grunde unterscheidet sich das Kurssicherungsgeschäft in keiner Weise von anderen, der reinen Preisspekulation dienenden Differenzgeschäften. Gleichwohl tendierte das Reichsgericht ursprünglich dahin, nur solche Geschäfte als Kurssicherungsgeschäfte zu akzeptieren, bei denen eine effektive Erfüllung beabsichtigt war.

Die Erkenntnis, daß auch die Erzielung von Differenzgewinnen Kurssicherungszwecken dienen kann, setzte sich erst im Jahre 1923 durch. Damals versagte das Reichsgericht¹⁶ den Differenzeinwand zum ersten Mal mit der Begründung, daß die Differenz bei Kurssicherungsgeschäften nicht der Erzielung eines Gewinns, sondern der Ausschaltung des durch Kursschwankungen bedingten Verlustrisikos diene. Zugleich führte das Reichsgericht in diesem Urteil aus, daß Hedge-Geschäfte durch ihre Verbindung mit einem auf tatsächliche Lieferung gerichteten Hauptgeschäft gekennzeichnet seien. Im Anschluß an diese Formulierung behauptet die Literatur¹⁷, daß Kurssicherungsgeschäfte eine Beziehung zum Güterumsatz haben müssen.

Diese Beziehung zum Güterumsatz ist jedoch ein recht fragwürdiges Abgrenzungskriterium. Man scheint vergessen zu haben, daß sich das grundlegende Urteil des Reichsgerichts

16. RGZ 107, 22

17. Siehe oben Fußnote 14

auf ein Warentermingeschäft bezog. Das klassische Hedge-Geschäft im Warenterminhandel ist in der Tat durch eine Beziehung zum Güterumsatz gekennzeichnet. Doch wo liegt eigentlich die Beziehung zum Güterumsatz bei innovativen Sicherungsinstrumenten wie Finanztermingeschäften?

Hier zeigt sich, daß eine Kurssicherungsabsicht auch Geschäften zugrundeliegen kann, die keine Beziehung zum Güterumsatz haben. Ein Beispiel dafür sind die heute üblichen Zinskontrakte, mit denen sich zum Beispiel Banken gegen Zinsschwankungen absichern oder bestimmte Zinssituationen bilden wollen, so daß von einem Güterumsatz überhaupt keine Rede sein kann. Gleichwohl sind auch diese Geschäfte auf die Gestaltung oder Ausschaltung des mit den Kursschwankungen verbundenen Risikos gerichtet. Entscheidend ist demnach nicht die Beziehung zum Güterumsatz, sondern die auf die Festschreibung von Positionen gerichtete Kurssicherungsabsicht und das Handeln im Rahmen der normalen Geschäftstätigkeit. Das Merkmal der Beziehung zum Güterumsatz erscheint deshalb überholt.

Es beruht allem Anschein nach auf einer kritiklosen Übernahme bereits vorhandener Literatur. Es wäre deshalb zu begrüßen, wenn dieses Merkmal in Zukunft durch das Merkmal der Beziehung zur normalen Geschäftstätigkeit ersetzt würde.

Der zweite Ausnahmereich verbindet den Differenzeinwand nach dem Bürgerlichen Gesetzbuch mit dem Termineinwand nach dem Börsengesetz:

Nach § 58 BörsG kann der Differenzeinwand bei offiziellen Börsentermingeschäften von demjenigen, für welchen das Geschäft insbesondere nach der Vorschrift des § 53 BörsG verbindlich ist, nicht erhoben werden. Daraus folgt, daß der derzeit stattfindende Optionshandel vom Differenzeinwand

freigestellt ist, soweit die Beteiligten börsentermingeschäftsfähig sind. Der nicht börsentermingeschäftsfähige Vertragspartner ist demgegenüber grundsätzlich befugt, den Differenzeinwand zu erheben. Diese Befugnis wird jedoch durch die schwer verständliche Bestimmung des § 58 S. 2 BörsG praktisch aufgehoben. Durch diesen Satz 2 - der im Grunde eine Replik gewährt - wird nämlich auch die formgerechte Sicherheitsleistung durch einen nicht Termingeschäftsfähigen vom Differenzeinwand freigestellt.

Der dritte Ausnahmebereich sind die Devisentermingeschäfte, für die eine vergleichbare Regelung getroffen wurde. Bei den Devisentermingeschäften beruht der gesetzliche Ausschluß des Differenzeinwandes auf der "Verordnung über Börsentermingeschäfte in Wechseln und ausländischen Zahlungsmitteln" vom 07.03.1925¹⁸. Danach ist die an sich nur für offizielle Börsentermingeschäfte geltende Vorschrift des § 58 BörsG auch auf den inoffiziellen Devisenterminhandel anzuwenden.

V. Verteidigungsmöglichkeiten

Ebenso ist der Differenzeinwand ausgeschlossen, soweit eine Reihe von speziellen Verteidigungsmitteln gegen den Termin einwand eingreift.

So kann das aufgrund des Geschäfts Geleistete gemäß § 55 BörsG nicht zurückgefordert werden. Für den Differenzeinwand enthält § 762 Abs. 2 BGB eine entsprechende Regelung. Leider

18. Vgl. oben Fußnote 8

sieht die Rechtsprechung¹⁹ allerdings die widerspruchslose Einstellung ins Kontokorrent selbst im Falle eines Guthabensaldos nicht als wirksame Erfüllungsleistung an, sondern verlangt ausdrückliche Aufrechnungsvereinbarungen oder ein ausdrückliches Saldoanerkennntnis.

Darüber hinaus ist insbesondere an eine Aufrechnung nach § 56 BörsG oder nach den allgemeinen Aufrechnungsregeln des BGB zu denken.

So hat das OLG Düsseldorf²⁰ in einem möglicherweise nicht rechtskräftigen Urteil vom 29.06.1988 entschieden, daß eine Bank befugt ist, Gutschriften, denen ein Gewinn aus Börsentermingeschäften zugrundeliegt, zu stornieren. Dies soll jedenfalls dann gelten, wenn der Optionsinhaber die Unklagbarkeit der gegen ihn gerichteten Prämienforderung geltend macht.

Schließlich kann die Berufung auf den Termin- und Differenzeinwand unter ganz besonderen Umständen auch rechtsmißbräuchlich sein. Genannt sei hier als Beispiel nur der mit den Risiken des Börseterminhandels bestens vertrauten

19. BGH WM 1985, 563; Einzelheiten zur kontokorrentsrechtlichen Problematik bei Canaris, ZIP 1985, 592 ff.; Piper, ZIP 1985, 725; Kümpel/Häuser, Börsentermingeschäfte, Termin- und Differenzeinwand, 1986, S. 164 ff.

20. OLG Düsseldorf WM 1988, 1404 = ZIP 1988, 1034

Volljuristen, der seine Rechts- und Börsenkenntnisse gezielt einsetzt, um seinen Vertragspartner zu schädigen und immer wieder zu erkennen gibt, er werde sich nie auf Termin- und Differenzeinwand berufen.

VI. Ausländische Rechtsordnungen

Nach dieser Übersicht über die Rechtsquellen, den Begriff, die Arten und die verschiedenen Verbindlichkeitsgrade der Börsentermingeschäfte, bei denen der Termin- und der Differenzeinwand im Vordergrund standen, geht es im folgenden um die Rechtslage im Ausland.

Besonders interessant ist die Rechtsentwicklung in Frankreich. Dort wurden die Börsentermingeschäfte noch Anfang des 19. Jahrhunderts dem Spieleinwand des Art. 1965 Code civil unterworfen. In der Folgezeit gab man diesen strengen Kurs auf. Man unterschied stattdessen zwischen der rechtsverbindlichen "opération sérieuse" und der rechtlich unverbindlichen "opération fictive". Die Abgrenzung zwischen der "opération sérieuse" und der "opération fictive" erfolgte anhand von Indizien und war deshalb mit einer erheblichen Rechtsunsicherheit verbunden. Dieser Mißstand wurde schließlich gegen Ende des 19. Jahrhunderts durch den Art. 1 des Gesetzes über Termingeschäfte vom 28. März 1885, der Termingeschäfte an anerkannten Terminbörsen für verbindlich erklärt, beseitigt.

Welche Komplikationen daraus bei Geschäften mit Deutschen entstehen können, zeigt der sogenannte Koestler-Fall. Herr Dr. Koestler, ein Ministerialrat im Bundesministerium der Verteidigung, spekulierte während eines mehrjährigen Frankreich-Aufenthaltes an der Pariser Börse. Es handelte sich vor allem um Geschäfte in ausländischen Aktien. Die Papiere wurden aber nicht effektiv geliefert. Statt dessen wurde lediglich die sich aus den Schwankungen der Aktienkurse ergebende Differenz abgerechnet und auf dem Konto verbucht. Bei seinen Börsentermingeschäften erlitt der Herr Ministerialrat erhebliche Verluste. Da Herr Koestler inzwischen in die Bundesrepublik zurückgekehrt war, mußte die von ihm für seine Geschäfte benutzte französische Bank Herrn Koestler in Deutschland verklagen. Die Klage wurde jedoch unter Hinweis auf den Differenzeinwand insoweit abgewiesen, als der eingeklagte Schuldsaldo aus Differenzgeschäften stammte²¹.

Der Fall zeigt nicht nur, wie zweifelhaft die bisherige Regelung gerade im Europäischen Verbund ist. Er macht auch wieder einmal die außerordentliche technische Kompliziertheit des Systems deutlich:

Da Herr Köstler beim Abschluß der Geschäfte keinen Wohnsitz in Deutschland hatte, unterlagen seine Geschäfte in Paris

21. OLG Köln, Urt. vom 11.8.1977 - 10 U 47/77; OLG Köln, Vorlagebeschl. vom 23.1.1978 - 10 U 47/77; OLG Köln, Urt. vom 15.3.1979 - 10 U 47/77: Auszüge in IPRspr. 1979, Nr. 12

zwar wegen § 53 Abs. 2 Nr. 2 BörsG nicht dem Termineinwand. Der Differenzeinwand ist demgegenüber nach herrschender Meinung für alle Deutschen unabhängig von deren Wohnsitz anzuwenden. Der § 58 BörsG, wonach der Differenzeinwand bei wirksamen Börsentermingeschäften ausgeschlossen ist, konnte die französische Bank nicht schützen, weil es sich nicht um Geschäfte in im Inland zum amtlichen Börsenterminhandel zugelassene Wertpapiere handelte.

Ähnliche Probleme könnten die Banken in Luxemburg bekommen. Dort ist der Differenzeinwand für Geschäfte mit Kreditinstituten durch ein Gesetz vom 21. Juni 1984²² ausgeschlossen. Gleichwohl müssen auch die Luxemburger Banken damit rechnen, daß ihre Kunden den zweifelhaften Schutz des deutschen Rechts suchen.

Eine vergleichbare Rechtslage finden wir in Großbritannien vor. Dort ist der Differenzeinwand durch Sec. 63 Financial Services Act in den dort vorgesehenen Formen ebenfalls ausgeschlossen.

Das Schweizerische Recht enthält zwar eine den §§ 764, 762 BGB vergleichbare Regelung in Art. 513 OR. Dessen Absatz 1 bestimmt, daß aus Spiel und Wette keine Forderung entsteht. Dasselbe gilt theoretisch gemäß Abs. 2 für Differenzgeschäfte

22. Loi du 21 juin 1984 relative aux marchés à terme traités en Bourse de Luxembourg et aux marchés à terme dans lesquels intervient un établissement de crédit, Mem. A 1984, p. 1032

und solche Lieferungsgeschäfte über Waren- oder Börsenpapiere, die den Charakter eines Spiels oder einer Wette haben. Die Rechtsprechung tendiert aber in der Praxis ganz eindeutig dahin, Börsentermingeschäfte als verbindlich anzusehen, es sei denn, es liegt ein völliges Mißverhältnis zwischen der Vermögenslage des Kunden und dem Verlustrisiko vor.

In den USA²³, dem wohl bedeutendsten Platz für Finanztermingeschäfte, sehen wir uns mit einer recht einfachen zivilrechtlichen Regelung konfrontiert. Finanztermingeschäfte mit Privatanlegern sind grundsätzlich wirksam, wenn der Anleger ausreichend über die Risiken aus Finanztermingeschäften informiert worden ist. Das wird durch ein Merkblatt, das risk disclosure statement erreicht. Weiterhin müssen die Risiken in einem angemessenen Verhältnis zu der Vermögenssituation des Anlegers stehen, das ist der suitability test. Broker, die für den Kunden unangemessene Risiken eingehen, setzen sich einem Schadenersatzanspruch aus, was im Ergebnis zur Folge hat, daß Verluste aus Termingeschäften mit unangemessenen Risiken nicht einklagbar sind.

Entsprechend der US-amerikanischen Praxis steht neben dieser recht einfachen zivilrechtlichen Situation ein umso kompli-

23. Vgl. Jaffe, Sheldon M., Broker, dealers and securities markets, Colorado Springs 1988

zierteres gewerbeaufsichtsrechtliches Regelungssystem mit sich zum Teil überschneidenden Zuständigkeiten der verschiedenen Aufsichtsbehörden. Generell läßt sich feststellen, daß zur Aufrechterhaltung der Solvabilität des Marktes in der Kette Kunde-Broker-Börse jeweils sogenannte margin-Einschüsse vorgeschrieben sind. Diese können durch Verpfändung von Wertpapieren, Geldguthaben oder auch letter of credit, d.h. Bankgarantie gestellt werden und sollen die Rückgriffsmöglichkeit auf den jeweiligen Vordermann in der Kette Kunde-Broker-Börse gewährleisten, wenn Verluste aus Termingeschäften eintreten.

C. Bewertung der heutigen Rechtslage

Der Blick ins Ausland zeigt, wie unbefriedigend die Rechtslage in Deutschland ist. Dabei geht es gar nicht so sehr darum, daß es unfair erscheint, wenn der Kunde einerseits die Spekulationschancen hat, die Spekulationsrisiken aber nur ganz eingeschränkt gegen sich gelten lassen muß - aus der Sicht des Kunden ist dies ja ein Positivum. Entwickelte Finanzmärkte zielen aber gerade auf die Erzielung von Differenzgewinnen aus Kurs- und Zinsschwankungen ab. Max Weber hat bereits in einem Aufsatz aus dem Jahre 1896²⁴ nachgewiesen, daß der wirtschaftliche Erfolg von Differenz- und Bör-

24. Weber, DJZ 1896, 207

sentermingeschäften genauso gut durch Kassageschäfte auf Kreditbasis erreicht werden kann. Gerade entwickelte Märkte tendieren dazu, zur Vermeidung von Abwicklungsstörungen und zur Verbilligung der Geschäftsabwicklung Kassageschäfte durch Differenz- und Termingeschäfte zu substituieren, sofern nicht tatsächlich ein längerfristiges Investment beabsichtigt ist. Angesichts eines breiten Kreditangebotes ist darüber hinaus die Basis für eine sinnvolle wirtschaftliche Abgrenzung von Differenz- und Termingeschäften einerseits und Kassageschäfte auf Kredit andererseits entfallen. Ausdruck dieser Entwicklung im juristischen Bereich sind die vielfältigen Abgrenzungsschwierigkeiten, die eben nicht nur auf rechtstechnischen Definitionsproblemen beruhen, sondern zeigen, daß das System insgesamt überholt ist. Was bedeutet etwa das Erfordernis der Glattstellung am Terminmarkt, wenn ein Dollarkauf auf Termin durch Inanspruchnahme eines \$-Kredits zum Abwicklungstermin in gleicher Weise glattgestellt werden kann? Liegt ein Termingeschäft vor, wenn ich Wertpapiere verkaufe, mir diese Wertpapiere aber zuvor geliehen worden sind? Was ist, wenn ich mir diese Wertpapiere mit einem kurzfristigen Kredit gekauft habe, der vereinbarungsgemäß innerhalb eines kurzen Zeitraums aus dem Verkauf dieser Wertpapiere zurückgeführt werden soll?

Diese Schwierigkeiten wirken sich in gleichem Maße zu Ungunsten des Kunden aus, wie sie zu dessen Schutz vor Spekulationsverlusten dienen mögen: So haben sich Banken im Hinblick auf den Termineinwand außerstande gesehen, für ihre Kunden auf breiter Front das Währungskursrisiko in US-Dollar denominierten Wertpapieren abzusichern als der Kurs DM / US-Dollar bei etwa DM 3,30 lag. Seitdem Geschäfte in unverbrieften Optionsrechten als Termingeschäfte in Aktien

angesehen und infolgedessen den hierfür vorgesehenen Sicherheitsstandards unterworfen werden, mußten die Banken entweder das Mindestanlagenvolumen der Kundenorders drastisch heraufsetzen oder die Gebühren deutlich erhöhen, um den dadurch bedingten höheren Arbeitsaufwand kostenmäßig aufzufangen. Angesichts der Internationalisierung der Finanz- und Wertpapiermärkte - insbesondere im Hinblick auf den Gemeinsamen Europäischen Markt 1992 - werden zudem nationale In-sellösungen künftig nur noch eine begrenzte Überlebenschance haben; vom Kunden nachgefragte Dienstleistungen, die aufgrund eines modernen rechtlichen Strukturrahmens im Ausland günstiger als bei uns angeboten werden können, dürften dann vollends ins Ausland abwandern.

D. Informationsmodell

Es ist daher außerordentlich zu begrüßen, daß das Bundeskabinett nunmehr den vom Bundesfinanzminister vorgelegten Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Börsengesetzes gebilligt hat, der versucht, im Rahmen des bisherigen Rechtssystems die gesetzlichen Voraussetzungen für die geordnete Abwicklung von Börsentermingeschäften zu schaffen.

Dies gilt umso mehr, als die Verwirklichung der Deutschen Terminbörse ohne einen abgesicherten praktikablen Rahmen für Börsentermingeschäfte nicht möglich ist. Deshalb soll die Deutsche Terminbörse jetzt durch das Informationsmodell unterstützt werden.

Das Informationsmodell knüpft an den Begriff der Börsentermingeschäftsfähigkeit an. Bisher hängt die Börsentermingeschäftsfähigkeit ausschließlich von der Zugehörigkeit zu

einer bestimmten Personengruppe ab. In Zukunft soll die Termingeschäftsfähigkeit auch durch eine Aufklärung über die Risiken des Terminhandels herbeigeführt werden können. Die neue Termingeschäftsfähigkeit ist demnach eine Termingeschäftsfähigkeit kraft Information. Der Mündige, sprich informierte Bürger soll auf diese Weise in die Lage versetzt werden, rechtlich verbindliche Börsentermingeschäfte abzuschließen.

Die gesetzliche Grundlage für das Informationsmodell soll durch eine Neufassung des § 53 BörsG geschaffen werden. Sedes materiae ist der neue § 53 Abs. 2 BörsG. Dieser soll in Zukunft wie folgt lauten:

"Ist nur einer der beiden Vertragsteile Kaufmann im Sinne des Absatzes 1, so ist das Geschäft verbindlich, wenn der Kaufmann den anderen Teil vor Geschäftsabschluß schriftlich darüber informiert, daß

- die aus Börsentermingeschäften erworbenen befristeten Rechte verfallen oder eine Wertminderung erleiden können;
- das Verlustrisiko nicht bestimmbar sein und auch über etwaige geleistete Sicherheiten hinausgehen kann;
- Geschäfte, mit denen die Risiken aus eingegangenen Börsentermingeschäften ausgeschlossen oder eingeschränkt werden sollen, möglicherweise nicht oder nur zu einem verlustbringenden Marktpreis getätigt werden können;

- sich das Verlustrisiko erhöht, wenn zur Erfüllung von Verpflichtungen aus Börsentermingeschäften Kredit in Anspruch genommen wird oder die Verpflichtung aus Börsentermingeschäften oder die hieraus zu beanspruchende Gegenleistung auf ausländische Währung lautet.

Die Unterrichtungsschrift darf nur Informationen über die Börsentermingeschäfte und ihre Risiken enthalten und ist vom anderen Teil zu unterschreiben. Der Zeitpunkt der Unterrichtung darf nicht länger als drei Jahre zurückliegen. Ist streitig, ob oder zu welchem Zeitpunkt der Kaufmann den anderen Teil unterrichtet hat, so trifft den Kaufmann die Beweislast."

Diese Regelung läßt sich in drei Komplexe aufspalten:

Der erste Komplex betrifft den Inhalt der Information, der zweite die Form der Information und der dritte die begrenzte Dauer der Termingeschäftsfähigkeit kraft Information.

Der Inhalt der Information ist vom Gesetzgeber aus Gründen des Verbraucherschutzes und der Rechtssicherheit vorgegeben. Wesentlich ist dabei, daß der Kunde ausschließlich über die wirtschaftlichen Risiken von Termingeschäften informiert werden soll. Hiervon bewußt getrennt - und für die Termingeschäftsfähigkeit ohne Belang - bleibt eine unter Umständen im Einzelfall weitergehende Produktinformation im Rahmen der allgemeinen Anlagenberatung. In der Praxis soll den gesetzlichen Anforderungen durch ein Informationsblatt Rechnung getragen werden.

Bei den Formerfordernissen sind drei Aspekte zu beachten:

- Erstens bedarf die Information der Schriftform.
- Zweitens darf die Unterrichtungsschrift nur Informationen über Börsentermingeschäfte und ihre Risiken enthalten und
- drittens ist die Unterrichtungsschrift von demjenigen Vertragspartner, der nicht Kaufmann im Sinne des § 53 Abs. 1 BörsG ist, zu unterschreiben.

Die durch diese Information herbeigeführte Termingeschäftsfähigkeit ist zeitlich beschränkt. Sie entsteht zunächst für einen Zeitraum von drei Jahren vom Zeitpunkt der Unterrichtung an gerechnet. Die Termingeschäftsfähigkeit kraft Information ist demnach zugleich eine Termingeschäftsfähigkeit auf Zeit. Sie kann dadurch "verlängert" werden, daß die Unterrichtung nach drei Jahren wiederholt wird. Der Gesetzgeber wollte auf diese Weise einem Gewöhnungseffekt entgegenwirken.

Schließlich enthält § 53 Abs. 2 BörsG noch eine Beweislastregelung, wonach der unterrichtende Teil die Beweislast für die Tatsache und den Zeitpunkt der Unterrichtung trägt.

Diese Neuregelung des § 53 Abs. 2 BörsG bedeutet aber keine uneingeschränkte Freigabe sämtlicher Termingeschäfte. Eine besonders wichtige Ausnahme ergibt sich aus dem neugefaßten

§ 53 Abs. 3 BörsG. Danach ist der soeben erläuterte Absatz 2 auf Börsentermingeschäfte in Waren mit Ausnahme von Edelmetallen nicht anzuwenden. Eine Börsentermingeschäftsfähigkeit kraft Information scheidet demnach bei Warentermingeschäften grundsätzlich aus.

Darüber hinaus sieht der Gesetzesentwurf vor, daß das Informationsmodell durch eine Änderung des § 58 BörsG unterstützt wird. Nach § 58 BörsG in der bisherigen Fassung kann gegen Ansprüche aus Börsentermingeschäften in Waren- oder Wertpapieren, die zum Börsenterminhandel in Deutschland zugelassen sind, von demjenigen, für welchen das Geschäft nach dem Börsengesetz verbindlich ist, auch der Spiel- und der Differenzeinwand nicht erhoben werden.

Durch das Erfordernis der Zulassung zum Börsenterminhandel in Deutschland wurde die Frage aufgeworfen, ob auch im Ausland zugelassene Börsentermingeschäfte zumindest dann analog § 58 BörsG vom Spiel- und Differenzeinwand freigestellt sind, wenn das ausländische Zulassungsverfahren dem deutschen Zulassungsverfahren gleichwertig ist. Die inzwischen ständige Rechtsprechung²⁵ lehnt diese These ab. Zur Begründung führt die Rechtsprechung an, daß der durch § 50 BörsG bezweckte Anlegerschutz nur dann gesichert sei, wenn das Zulassungsverfahren sich unter der Aufsicht und Überwachung der eigenen staatlichen Organe vollziehe. Diese

25. Vgl. nur RGZ 76, 371 (373); BGHZ 58, 1; BGH NJW 1981, 1898 (1899)

Rechtsprechung stößt seit langem auf heftige Kritik eines großen Teils der Literatur²⁶. Der Gesetzesentwurf trägt dieser Kritik dadurch Rechnung, daß auf das Erfordernis der Zulassung nach § 50 BörsG verzichtet wird.

Ferner sieht der Gesetzesentwurf eine Neufassung des § 61 BörsG vor. Die bisherige Fassung des § 61 BörsG verpflichtete den deutschen Richter, die §§ 52-60 BörsG auch auf im Ausland geschlossene oder zu erfüllende Börsentermingeschäfte anzuwenden. Die Vorschrift verlangt bisher eine generelle Unterstellung der Auslandsgeschäfte unter deutsches Recht. Sie geht damit über den notwendigen Anlegerschutz hinaus und riskiert, daß diesen Bestimmungen unter Umständen auch zu Lasten des deutschen Anlegers Geltung verschafft wird. Die Neufassung des § 61 BörsG ordnet demgegenüber nur die unbedingte Geltung der Abwehrrechte des nichttermingeschäftsfähigen Anlegers nach deutschem Recht an. Sofern der Anleger nach ausländischem Recht besser als nach deutschem Recht gestellt ist, kommt er also insoweit künftig in den Genuß der ausländischen Regelung.

Es bleibt die Frage, ob das Informationsmodell nicht einfach Etikettenschwindel ist - die Aufklärung über die mit Börsentermingeschäften verbundenen Risiken nicht genauso viel oder

26. Schwark, BörsG, 1976, Einl. §§ 50-70, Rn. 343; Hadding/Wagner, WM 1976, 310 (318); a.A. etwa Staudinger-Engel, BGB, 12. Aufl., 1986, § 764 Rn. 36

wenig beeindruckt wie der Aufdruck "Rauchen schadet Ihrer Gesundheit". Dem ist zunächst entgegenzuhalten, daß, wer den Appell an den mündigen Bürger als reine Formalität abtut, wohl weniger den für sich selbst verantwortlichen Geschäftspartner als den schutzbefohlenen Untertan im Sinn hat; schließlich ist Hand in Hand mit den zitierten Warnhinweisen im Lebens- und Genußmittelbereich eine deutliche Veränderung des Verbraucherverhaltens zu beobachten.

Darüber hinaus sei noch kurz skizziert, warum das Informationsmodell auch unter Verbraucherschutzgesichtspunkten im Vergleich zu der bisherigen Regelung als die bessere und angemessene Lösung erscheint.

Die mit der heutigen Rechtslage für den Kunden verbundene Einschränkung seiner geschäftlichen Möglichkeiten wurden bereits erläutert. Die besondere Gefährlichkeit von Differenz- und Termingeschäften in einer Wirtschaftsordnung, die Vermögensanlagen auf Kredit erlaubt, liegt für den Anleger im wesentlichen in der Zeitkomponente. So muß der Anleger bei einer Devisenterminposition, die gegen seine Erwartungen läuft, schnell in der Lage sein, diese Position zur weiteren Verlustbegrenzung zu schließen. Regelungen, die den Abschluß und die Abwicklung von Termingeschäften an besondere Formalitäten knüpfen, wie etwa die Sicherheitsleistung nach § 54 BörsG, können daher für den Verbraucher genauso gefährlich wie nützlich sein.

Darüber hinaus mag eine besondere Gefahr für den Kunden darin liegen, daß er bei Aufnahme eines Blankokredits, um damit Wertpapiere oder Devisen zu kaufen, ganz deutlich mit

dem Faktum konfrontiert wird, daß er bei Nichteintritt seiner Spekulationserwartung den Kredit zurückzahlen, also den Spekulationsverlust aus eigener Tasche tragen muß. Bei einem Termingeschäft, dessen Kreditierungsfunktion zunächst in der Berechnung des Terminkurses versteckt ist, mag sich der Kunde demgegenüber eher zu der Illusion verleiten lassen, seine finanziellen Verhältnisse durch den Abschluß solcher Geschäfte nicht zu belasten.

Genau an diesem für Termingeschäfte spezifischen Risikopotential setzt aber das Informationsmodell ein, indem es verlangt, daß der Kunde im vorhinein in förmlicher Weise über die Risiken und die mögliche finanzielle Belastung aus Termingeschäften informiert wird.

Das Informationsmodell erscheint daher gerade auch unter Verbraucherschutzgesichtspunkten als die richtige Lösung.

Dabei sollte berücksichtigt werden, daß unser heutiges System ganz offenkundig versagt hat:

Obwohl der Kunde zivilrechtlich weitgehend vor Verlusten aus Termingeschäften geschützt ist, haben Privatanleger in den vergangenen Jahren bei Warentermingeschäften Verluste in Milliardenhöhe erlitten - und zwar nicht einmal wegen Nichteintretens ihrer Kurserwartungen, sondern wegen unlauterer Verhaltensweisen seitens der Anbieter. Kriminelle Anbieter verzichten nämlich manchmal ganz darauf, die ihnen anvertrauten Summen im unübersichtlichen Warenterminhandel einzusetzen und deren Verlust zu riskieren. Statt dessen überweisen sie das Geld ungeschmälert auf eigene Konten. Es verwundert deshalb nicht, daß die Verluste der Kapitalanleger

nach einer aus dem Jahre 1981 stammenden Marktstudie über in der Bundesrepublik tätige Vermittler, die nicht Mitglied einer Rohstoffbörse sind, auf ungefähr 1 Milliarde DM geschätzt wurden. Dies bei einem Gesamtanlagevolumen von etwa 1,2 Milliarden DM. Im Schnitt verlor jeder Anleger rund 12.000,- DM. Ein Betrag, der zum größten Teil in die Taschen dubioser Vermittler und ihrer Hintermänner geflossen sein dürfte.

Das scharfe Schwert der Nichteinklagbarkeit von Forderungen aus Börsentermingeschäften hat dazu geführt, daß Anbieter, die nach ihrem eigenen Verständnis auf eine rechtlich abgesicherte Kundenbeziehung Wert legen, sich mit Angeboten an den privaten Anleger zurückgehalten haben. Dies hat für dubiose Anbieter, die den Termineinwand nicht zu scheuen brauchten, weil ihre geschäftlichen Absichten ohnedies "kurzfristiger" Natur waren, ideale Voraussetzungen geschaffen. Ich glaube zwar nicht, daß der graue Kapitalmarkt künftig ganz aussterben wird. Schließlich sind Banken in ihren Angeboten an den privaten Kunden notwendigerweise eher konservativ und die finanzielle Abenteuerlust des Menschen wird immer wieder neue Opfer finden. Es besteht aber die Chance für eine erhebliche Eindämmung des Gefahrenpotentials, wenn künftig "ordentliche" Kreditinstitute stärker als bisher im Börsentermin- und Differenzgeschäftsbereich für ihre privaten Kunden tätig werden können.

Abschließend sei noch hinzugefügt, daß das Informationsmodell nicht allein stehen wird, denn der zivilrechtliche Schutz des Kunden soll von einer stärkeren gewerberechtlichen Kontrolle finanzieller Serviceleistungen im Privat-

kundenbereich begleitet werden. Dies wird infolge der Umsetzung der EG-Richtlinie "Wertpapier-Dienstleistungen" geschehen.

Das Informationsmodell wird auch nicht dazu führen, daß die Kreditinstitute sich bei der Beratung ihrer Kunden darauf beschränken können, ein Merkblatt zu übergeben und die Unterschrift des Kunden einzuholen. Die Begründung des Regierungsentwurfs bringt vielmehr zum Ausdruck, daß die Herbeiführung der Termingeschäftsfähigkeit durch die Information über die wirtschaftlichen Risiken aus Termingeschäften die weiteren Aufklärungs- und Hinweispflichten der Kreditinstitute, wie sie im Rahmen der Anlagenberatung im Einzelfall beim Abschluß von Termingeschäften entstehen können, nicht entfallen läßt.

Schließlich sei noch der strafrechtliche Schutz des unerfahrenen Anlegers durch § 89 BörsG erwähnt. Danach wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe bestraft, wer andere unter Ausnutzung ihrer Unerfahrenheit in Börsenspekulationsgeschäften zu solchen Geschäften oder zu einer Beteiligung an solchen Geschäften verleitet.

Abschließend bleibt zu betonen, daß die bisherigen Ausführungen zum Informationsmodell nur einen kleinen Ausschnitt der bevorstehenden Börsengesetznovelle abdecken. Mit dem Gesetzesentwurf sollen nicht nur die gesetzlichen Voraussetzungen für einen erfolgreichen deutschen Terminhandel ermöglicht werden. Er enthält eine Reihe weiterer Regeln, die im Zusammenhang mit organisatorischen Verbesserungen im Börsenwesen der Stärkung des Finanzplatzes Deutschland dienen.

Die Bundesrepublik Deutschland ist derzeit der viertgrößte Wertpapiermarkt nach Tokio, New York und London. Dies bedeutet, daß wir international gesehen in einem harten Wettbewerb stehen und den daraus resultierenden Anforderungen ständig genügen müssen. Vor diesem Hintergrund bleibt nur zu hoffen, daß die Regelungen des Gesetzesentwurfes und insbesondere das Informationsmodell sobald wie möglich geltendes Recht werden.

Und last but not least muß die Börsenumsatzsteuer fallen, die immer noch einen ganz wesentlichen Wettbewerbsnachteil gegenüber ausländischen Plätzen darstellt und somit ein Hindernis für die Fortentwicklung des Finanzplatzes Bundesrepublik Deutschland bildet. Der Gesetzgeber sollte sich endlich voll und ganz dazu durchringen, der Börse und dem Börsengeschehen nicht mehr mit überholten Ressentiments zu begegnen.

Schaubild 1

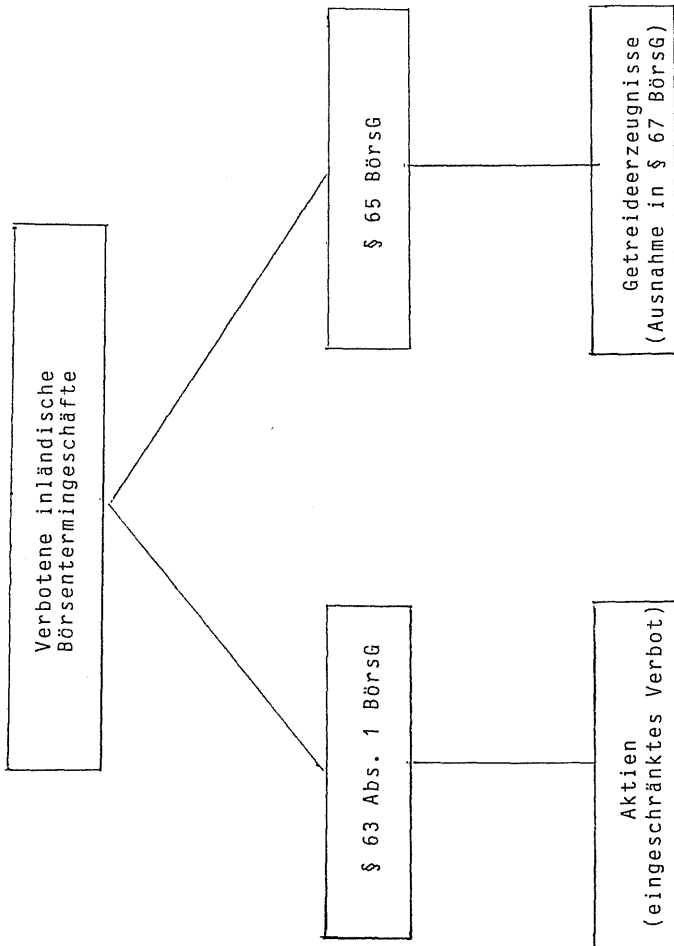


Schaubild 2

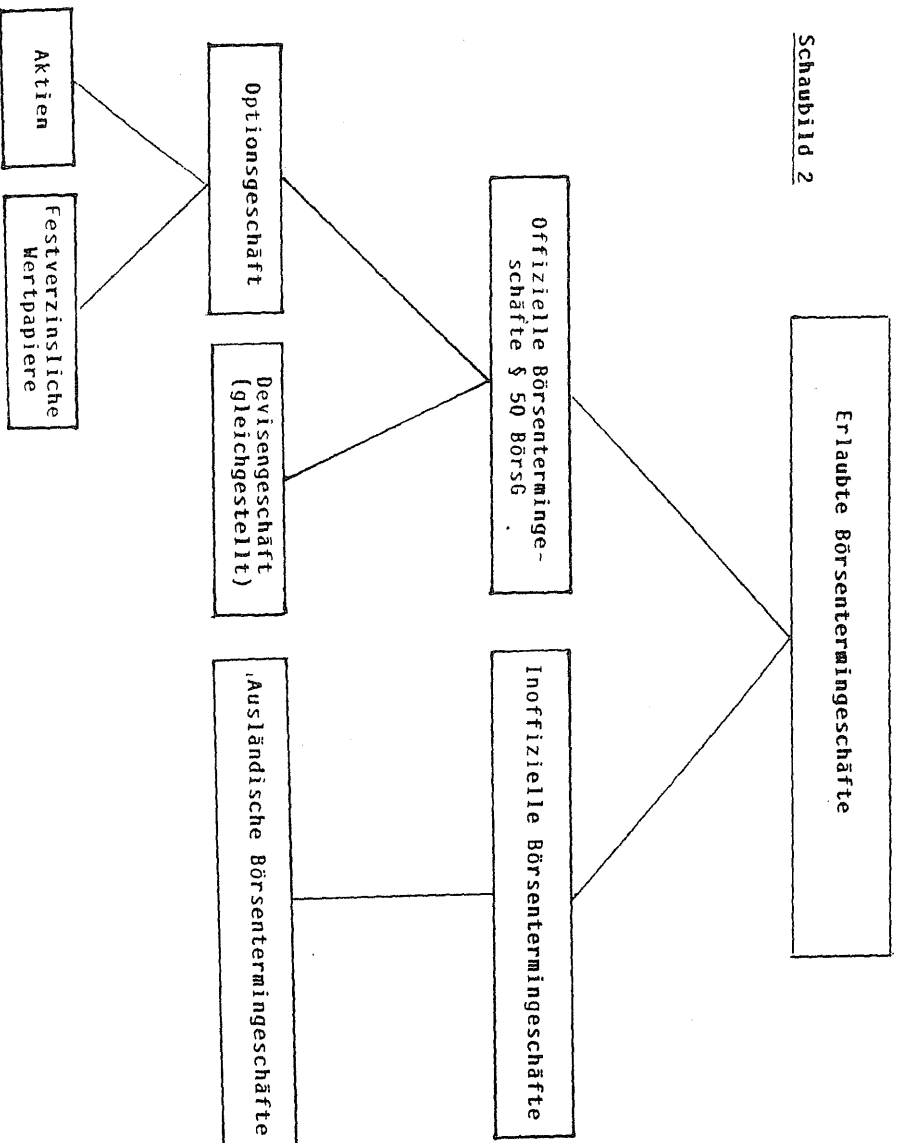


Schaubild 3

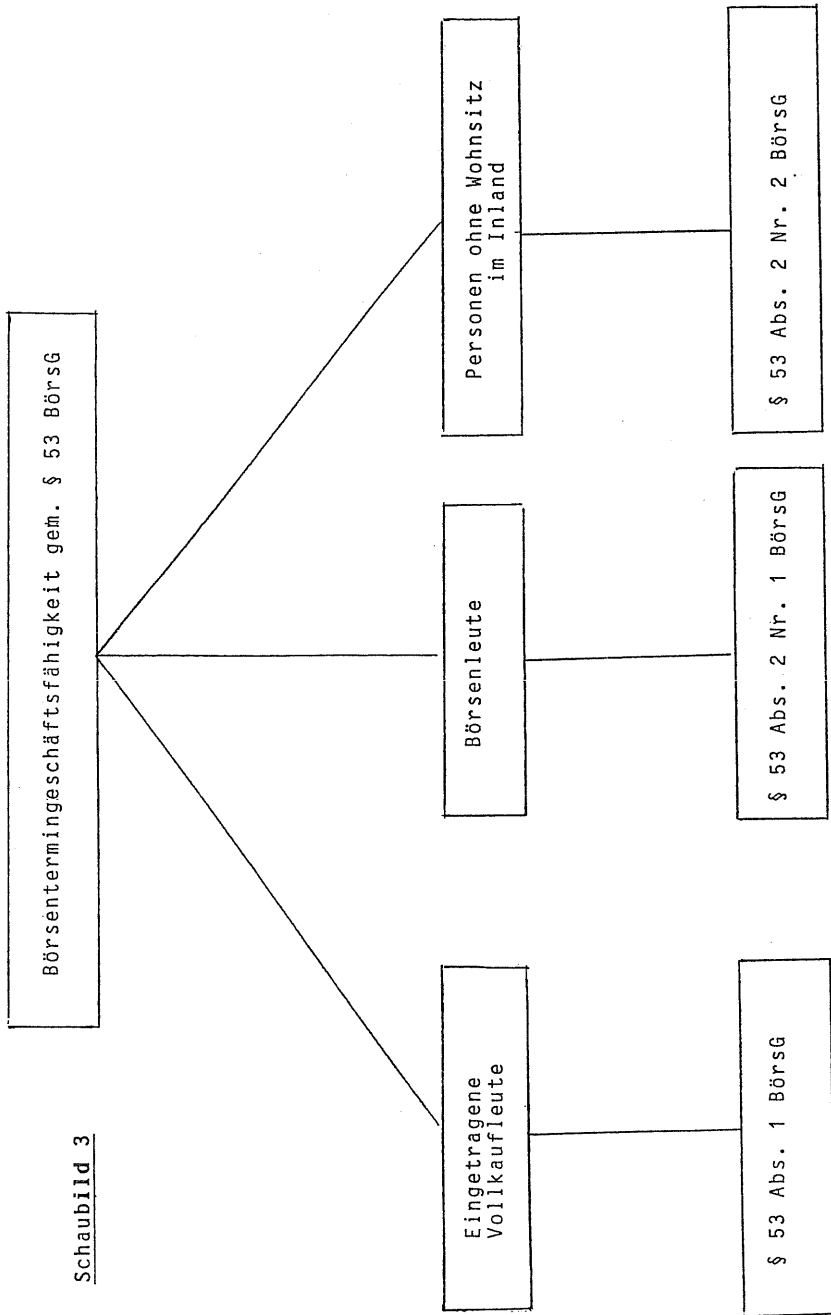
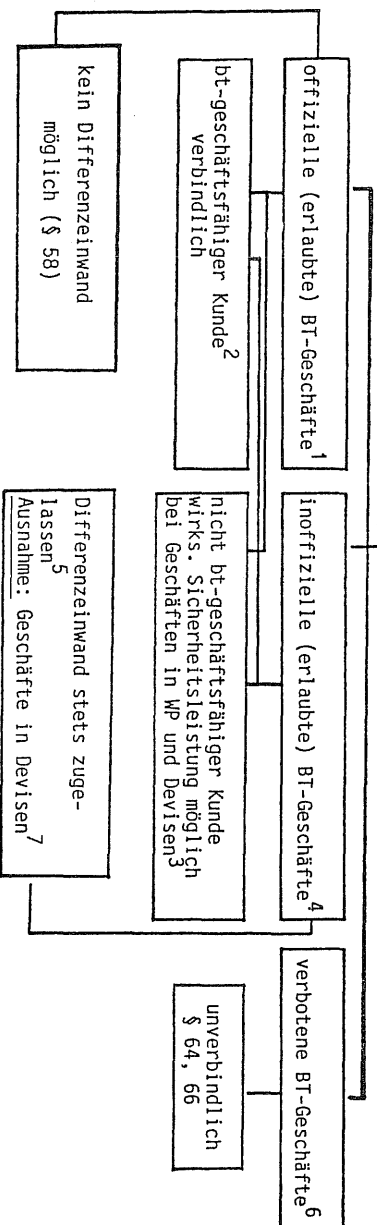


Schaubild 4 B Ö R S E N T E R M I N G E S C H Ä F T E
(in Wertpapieren, Waren und Devisen)



1. offizieller Handel an Inlandsbörsen (§ 50)
2. bt-geschäftsfähig sind insb. im Handelsregister eingetragene Vorkaufleute (§ 53 Abs. 1), "Börsenleute" und "Börsenaußländer" (§ 53 Abs. 2)
3. Sicherheit muß in Geld oder Wertpapieren bestehen (§ 54)
4. Geschäfte an Auslandsbörsen und an Inlandsbörsen, sofern in nicht zugelassenen Werten oder in nicht zugelassenen Bedingungen
5. Differenzgeschäfte sind insb. gegeben, wenn keine Lieferung erfolgt, sondern nur Differenzausgleich (§ 764 BGB)
6. in "inländischen Aktienwerten", die nicht zum BT-Handel zugelassen sind (§ 63 Abs. 1), in Getreide und in Erzeugnissen der Getreidemüllerei (§ 65)
7. nach § 96 i.V.m. Verordnung 7.3.1925 (RGBl. I. S. 20)